

国府台学会経済研究会（第119回）

IPO 時の過小値付け現象とユニバーサルバンク

～ドイツの株式市場に関する分析から～

三田村 智

研究会開催日：平成23年 6 月27日

（報告要旨）

経済発展の原動力となる新興企業は、多くの場合リスク資本を必要とし、その調達に苦慮することになる。かかる新興企業に、どのような資金調達チャネルを提供できるのか。各国の経済政策における主要課題の1つである。筆者が関心を持つドイツの金融システムでも、この課題に対する解決が模索されてきた。例えば、1997年に創設された新興企業向け株式市場「ノイアマルクト」である。しかし、この試みは、2003年のノイアマルクト閉鎖という事態をもって、失敗に終わった（三田村（2007））。

ノイアマルクト閉鎖の原因は、様々な研究分野からのアプローチがなされ、議論が交わされてきた。特に流通市場の問題に着目した研究が多く、例えば、Burghof and Hunger (2003) は粉飾決算やインサイダー取引の横行をその背景として指摘し、Güttler (2005) は当該市場において適切な情報開示が不十分であった事実を実証分析にて明らかにした。

今回の研究会にて報告させて頂いた研究（ベースとなる研究は三田村（2009））では、こうした先行研究と異なり、原因の1つとして株式発行市場（特に IPO 市場）における価格形成の問題を論じることが、主たる問題意識となっている。

これまで IPO 市場における価格形成の研究においては、初値が公開価格を上回る「過小値付け現象（underpricing）」が特徴として指摘され、その原因が議論されてきた。本研究では、1997年から2007年にかけて新規株式公開を行ったドイツ国内企業425社を分析対象にして、過小値付け現象に関する検証を行った。

先行研究にならない、企業規模（売上高）と公開所要年数を用いて企業の不確実性を、公開価格の仮条件中間価格からの変化率により投資家需要を、そして市場収益率の幾何平均と標準偏差により市場動向を、ダミー変数を用いてグリーンシュエーションとロックアップ契約の存在を、それぞれコントロールした上で、引受主幹事の選択が過小値付け現象（初期収益率）に与える影響を分析した。

モデル1では単純に初期収益率を被説明変数として、これらの変数を用いて OLS 回帰分析を行った。その結果、先行研究と同様に、企業規模（売上高）が大きい企業ほど不確実性が小さいため、過小値付け現象は抑制される一方、株式市場全体が上昇傾向にあり、株価の変動が激しい局面では、過小値付け現象が高まることが確認された。

しかし、引受業者の選択については、引受主幹事の選択に関する説明変数を加えてみたが、その効果の統計的な有意性を確認することはできなかった。この理由としては、引受業者の選択が内生的に決定していることが考えられる。すなわち、上位の引受業者はその交渉力を活かして、不確実性の少ない企業を選んでその引受主幹事を務めている可能性が

ある。このことを検証するために、モデル 2, 3 では、かかる引受業者の選択に企業の不確実性が与える影響を検証し（モデル 2）、その検証で得られた引受業者の選択に関する推定値を用いて、あらためて初期収益率を被説明変数とする回帰分析を行った（モデル 3）。その結果、他の変数の結果はモデル 1 とほぼ同じ中で、企業の不確実性の高さを考慮して選択が行われた上位 5 社の引受主幹事の選択が、初期収益率に対して有意に負の影響を与えていることが確認された。すなわち、上位 5 社の引受主幹事を選択した企業は、過小値付け現象を抑制することができている。

同様に、中小ユニバーサルバンク（投資銀行としての実績を積んでいるドイツ銀行とドレスナー銀行を除いたユニバーサルバンク）が引受主幹事を務めた場合の過小値付け現象についても、引受主幹事選択の内生性を考慮した検証を行った（モデル 4～6）。そこでは、中小ユニバーサルバンクが引受主幹事を務めることは、過小値付け現象に有意に正の影響を与える、すなわち、中小ユニバーサルバンクが引受主幹事となることが過小値付け現象を助長することが確認された。すなわち、中小ユニバーサルバンクによる引受業務が未成熟であったという、相対型間接金融システムが支配的なドイツならではの要因が、上場初期の価格形成に大きな影響を与えていることが指摘できる。

こうした事態が発生した背景には幾つかの理由が挙げられる。例えば、不確実性の低い企業は上位 5 社の投資銀行がその引受主幹事を獲得してしまうため、それに続く中小ユニバーサルバンクは不確実性の高い企業の引受主幹事を務めざるを得ない状況が示唆される。また、中小ユニバーサルバンクの中でも大きなシェアを誇る州立銀行が、1990年代以降に政府保証撤廃問題の影響を受けて、新たな収益源を確保すべく投資銀行業務の強化を図り、新規株式公開を積極的に引き受けてきたことも理由の 1 つであろう。

いずれにせよ、新興企業向け株式市場の機能不全の原因は、先行研究にみられたように、主に流通市場の問題に着目して議論されることが多いが、これまで述べてきたように発行市場における問題も無視できない。本研究の成果を通じて、そのことを喚起したい。

最後に、今回貴重な報告の機会を設けて頂いたこと、そして多くの方々から有益なコメントを頂けたことに、ここに記して深く感謝申し上げる。

主要参考文献

- Burghof, H. P. and Hunger, A., "The Neuer Markt: An (Overly) Risky Asset of Germany's Financial System", Giudici, G., and Roosenboom, P. (eds.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, *Advances in Financial Economics*, Vol.10, 2003, pp.295-327.
- Gerke, W. and Fleischer, J., "Die Performance der Börsengang am Neuen Markt. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", 53(8), 2001, S.827-839.
- Güttler, A., "Wird die Ad-hoc-Publizität korrekt umgesetzt? Eine empirische Analyse unter Einbezug von Unternehmen des Neuen Markts, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", 57(5), 2005, S.237-259.
- 三田村智「ドイツにおけるベンチャー企業と資本市場問題」三田商学研究第49巻第6号, 2007年, pp.231-248.
- 三田村智「IPO 時の過小値付け現象とユニバーサル・バンク～ドイツの株式市場に関する分析から～」証券経済学会年報第44号, 2009年, pp.159-164.